



Bruselas, 24.5.2018
COM(2018) 331 final

2018/0165 (COD)

Propuesta de

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

(Texto pertinente a efectos del EEE)

{SEC(2018) 247 final} - {SWD(2018) 243 final} - {SWD(2018) 244 final}

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

1. CONTEXTO DE LA PROPUESTA

• Razones y objetivos de la propuesta

Ampliar el acceso de las empresas europeas a fuentes de financiación del mercado en todas las etapas de su desarrollo está en el fundamento de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC). Desde la puesta en marcha del Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales, la Unión Europea ha progresado considerablemente en el aumento de las fuentes de financiación a disposición de las empresas a medida que se expanden, y ha logrado que la financiación del mercado esté más generalizada en el conjunto de la UE. Existen ya nuevas normas dirigidas a impulsar la inversión de los fondos de capital riesgo de la UE (FCRE) en empresas emergentes y medianas empresas. Además, la Comisión, junto con el Fondo Europeo de Inversiones, ha puesto en marcha un fondo de fondos paneuropeo de capital riesgo –programa VentureEU–, con la finalidad de impulsar la inversión en empresas emergentes innovadoras y favorecer la expansión de las empresas en toda Europa. Ya se han adoptado nuevas normas sobre el folleto con objeto de apoyar a las empresas que obtienen fondos en los mercados públicos de acciones y de deuda. Destinado a las pequeñas empresas y las empresas de mediana capitalización que deseen captar fondos en toda la UE, se está creando un nuevo folleto de la Unión de crecimiento. Además, con el fin de potenciar el acceso a financiación de las empresas emergentes y los emprendedores, la Comisión ha propuesto un distintivo europeo para las plataformas de financiación participativa de inversión y de crédito (proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas).

No obstante, es necesario seguir trabajando para desarrollar un marco normativo más propicio que sustente el acceso de las pymes a financiación en los mercados públicos. Se considera que ello puede lograrse, en particular, promoviendo el distintivo «mercado de pymes en expansión» creado por la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II)¹, y hallando un justo equilibrio entre la protección de los inversores y la integridad del mercado, por un lado, y la evitación de cargas administrativas innecesarias, por otro.

En la revisión intermedia del Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales² de junio de 2017, la Comisión puso mayor énfasis en el acceso de las pymes a los mercados públicos. En este contexto, la Comisión se comprometió a publicar una «*evaluación de impacto para explorar si, mediante determinadas modificaciones de la normativa pertinente de la UE, se podría contribuir a un entorno regulador más proporcionado para respaldar la cotización de pymes en mercados públicos*».

Las pymes que comienzan a cotizar son un motor esencial de la inversión y la creación de empleo. Las empresas de reciente cotización a menudo superan a las empresas no cotizadas en términos de crecimiento anual y aumento del empleo. Las empresas cotizadas dependen menos de la financiación bancaria y gozan de una base de inversión más diversificada, un acceso más fácil a financiación adicional en forma de recursos propios y ajenos (a través de ofertas en el mercado secundario), y de un perfil público y reconocimiento de marca más destacados.

¹ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

² Comunicación de la Comisión sobre la revisión intermedia del plan de acción para la unión de los mercados de capitales ({SWD(2017) 224 final y SWD(2017) 225 final} – 8 de junio de 2017)

Sin embargo, pese a los beneficios, los mercados públicos de pymes tienen grandes dificultades en atraer a nuevos emisores. El número de ofertas públicas iniciales en los mercados específicos de pymes disminuyó marcadamente en la Unión Europea a raíz de la crisis, y desde entonces no ha remontado significativamente. En consecuencia, Europa registra solo la mitad de las ofertas públicas iniciales de pymes que generaba antes de la crisis financiera (una media anual de 478 ofertas públicas iniciales en 2006-2007 frente a 218 entre 2009 y 2017 en los sistemas multilaterales de negociación [SMN] de la UE destinados a pymes). Entre 2006 y 2007, se obtuvo una media anual de 13 800 millones EUR en dichos SMN a través de ofertas públicas iniciales. Este importe se redujo a una media de 2 550 millones EUR en el período de 2009 a 2017.

Son muchos los factores que guían la decisión de las pymes de acudir a los mercados públicos y la decisión de los inversores de invertir en instrumentos financieros de pymes. La evaluación de impacto³ muestra que los mercados públicos de pymes se enfrentan a dos tipos de dificultades en materia normativa: i) por el lado de la oferta, los emisores deben hacer frente a elevados costes de cumplimiento para cotizar en mercados públicos; ii) por el lado de la demanda, la insuficiente liquidez puede pesar en los emisores (al aumentar los costes del capital), los inversores (que, de entrada, pueden ser reacios a invertir en pymes por los bajos niveles de liquidez y consiguientes riesgos de volatilidad) y los intermediarios del mercado (cuyos modelos de negocio se basan en el flujo de órdenes de los clientes en mercados líquidos).

Alcance de la iniciativa: mercados de pymes en expansión

Esta iniciativa se limita estrictamente a los mercados de pymes en expansión⁴ y las empresas cotizadas en esos centros de negociación. Los mercados de pymes en expansión son una nueva categoría de SMN introducida por la segunda Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros en enero de 2018.

Al evaluar si las pymes emisoras admitidas a negociación en mercados regulados debían beneficiarse de simplificaciones normativas equivalentes, se decidió limitar los beneficiarios de esa ventaja a los emisores admitidos a negociación en mercados de pymes en expansión. Los requisitos impuestos a los emisores de mercados regulados deben aplicarse de forma similar sea cual sea el tamaño de la empresa. Aplicar a las pymes requisitos diferentes de los aplicados a las empresas de gran capitalización confundiría previsiblemente a los interesados (en particular los inversores).

Contexto normativo vigente

Las empresas que cotizan en un mercado de pymes en expansión están obligadas a cumplir algunas normas de la UE, en particular el Reglamento sobre abuso de mercado⁵ y el Reglamento sobre el folleto⁶.

Desde su entrada en vigor el 1 de julio de 2016, el **Reglamento sobre abuso de mercado** se ha hecho extensivo a los SMN, incluidos los mercados de pymes en expansión. Dicho

³ Evaluación de impacto {SWD(2018)243} y {SWD(2018)244}

⁴ Para tener la consideración de mercado de pymes en expansión, al menos el 50 % de los emisores cuyos instrumentos financieros se negocien en tal mercado han de ser pymes, definidas por la MiFID II como empresas con una capitalización de mercado media inferior a 200 millones EUR sobre la base de las cotizaciones de fin de año durante los tres años civiles anteriores.

⁵ Reglamento (CE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado).

⁶ 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.

Reglamento persigue aumentar la integridad del mercado y la confianza de los inversores, y prohíbe lo siguiente: i) realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada; ii) recomendar que otra persona realice operaciones con información privilegiada o inducir a ello; iii) comunicar ilícitamente información privilegiada⁷; o iv) manipular o intentar manipular el mercado. Además, los emisores están sujetos a diversas obligaciones de información y mantenimiento de registros en virtud de ese Reglamento. En particular, los emisores están sujetos a la obligación general de hacer pública la información privilegiada en cuanto sea posible. Al reforzar la integridad del mercado y extender el régimen de abuso de mercado a los SMN, el Reglamento sobre abuso de mercado fue crucial para restablecer la confianza de los inversores en los mercados financieros.

Sin embargo, ese acto legislativo es un reglamento de «aplicación general». Casi todos sus requisitos se aplican por igual a todos los emisores, con independencia de su tamaño o de los centros de negociación en los que sus instrumentos financieros estén admitidos a negociación. El Reglamento contiene solo dos adaptaciones limitadas a los emisores que cotizan en mercados de pymes en expansión. La primera de ellas permite a los centros de negociación que gestionen un mercado de pymes en expansión publicar información privilegiada en el sitio web de dicho centro (en lugar de en el sitio web del emisor). La segunda adaptación permite a los emisores que cotizan en mercados de pymes en expansión elaborar listas de iniciados solo a solicitud de una autoridad competente nacional. Sin embargo, el efecto de esta simplificación es limitado, pues las empresas deben aún recopilar y almacenar toda la información pertinente para poder facilitar tales listas cuando así se solicite.

El folleto es un documento legalmente obligatorio que ofrece información sobre una empresa en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado. Conforme al Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales, la Unión Europea ya ha simplificado y abaratado el acceso de las pequeñas empresas a los mercados públicos, en particular merced a la creación del «folleto de la Unión de crecimiento», de carácter simplificado, en el Reglamento sobre el folleto revisado. Un emisor puede solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado tras haber negociado sus acciones en un mercado de pymes en expansión durante una serie de años. Puede optar por así hacerlo para beneficiarse de mayor liquidez y una mayor reserva de inversores. No obstante, si el emisor desea transferir sus acciones de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado, debe elaborar un folleto íntegro, pues no existe un régimen simplificado de folleto para las empresas en esas circunstancias.

La difusión del «distintivo» mercado de pymes en expansión se ve constreñida por el limitado número de simplificaciones que la legislación de la UE prevé actualmente para los emisores que cotizan en este nuevo tipo de centros de negociación. El objetivo general de la presente iniciativa es, por tanto, introducir adaptaciones técnicas en el código normativo de la UE, a fin de: i) reducir la carga administrativa y los costes de cumplimiento de la normativa que afrontan las pymes cuando sus instrumentos financieros se admiten a negociación en un mercado de pymes en expansión, garantizando, al mismo tiempo, un elevado nivel de protección de los inversores e integridad del mercado; y ii) aumentar la liquidez de las acciones que cotizan en mercados de pymes en expansión.

Estos cambios normativos específicos que contempla la presente propuesta no bastarán por sí solos para reactivar plenamente el acceso a los mercados públicos de pymes. No obstante, se eliminan barreras normativas que diversos interesados alegan que inhiben la captación de capital por parte de las pymes en los mercados públicos. Y ello preservando el máximo nivel

⁷

Se da esa circunstancia si cualquier persona física o jurídica revela información privilegiada en una situación distinta del ejercicio normal de su trabajo, profesión o funciones.

de protección de los inversores e integridad del mercado. Así pues, cualquier cambio debe entenderse como un primer paso en la buena dirección, y no como un remedio total en sí mismo. Cabe señalar, asimismo, que la presente propuesta de Reglamento no constituye una revisión del Reglamento sobre abuso de mercado (en aplicación desde hace menos de dos años) o del Reglamento sobre el folleto (recientemente aprobado por los colegisladores y que entrará en aplicación en julio de 2019). La presente propuesta (junto con las modificaciones previstas en el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión) introduce solo modificaciones técnicas destinadas a hacer más proporcionado el marco normativo que la UE aplica a las pymes cotizadas. Garantizará que el distintivo «mercado de pymes en expansión», que la MiFID II crea con efectos a partir de 2018, sea utilizado por los diversos SMN dirigidos a pymes en toda la UE.

- **Coherencia con las disposiciones existentes en la misma política sectorial**

La presente iniciativa es coherente con el marco normativo existente. La MiFID II señala que el objetivo de los mercados de pymes en expansión debe ser *«facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas»*, y que *«[la]atención debe centrarse en cómo la futura normativa habrá de fomentar y promover la utilización de dicho mercado para hacerlo atractivo a los inversores, y reducir las cargas administrativas y ofrecer nuevos incentivos para que las PYME accedan a los mercados de capitales a través de los mercados de PYME en expansión»*⁸. Los considerandos 6 y 55 del Reglamento sobre abuso de mercado abogan explícitamente por la reducción de los costes administrativos de los pequeños emisores que cotizan en mercados de pymes en expansión.

Diversos actos de la UE incluyen ya disposiciones específicas respecto de esta nueva forma de centros de negociación, como el reciente Reglamento sobre el folleto⁹ y el Reglamento sobre los depositarios centrales de valores¹⁰. Los objetivos de esas disposiciones son reducir la carga administrativa que recae sobre los mercados de pymes en expansión y aumentar la liquidez de los instrumentos financieros negociados en dichos mercados.

Como el coste de elaborar un folleto puede llegar a ser desmesuradamente elevado para las pymes, el Reglamento sobre el folleto introduce un «folleto de la Unión de crecimiento». Se dirige, en particular, a las pymes negociadas en mercados de pymes en expansión y a empresas que no sean pymes que posean una capitalización de mercado inferior a 500 millones EUR y cuyos valores se negocien en tales mercados¹¹. Además, los emisores que hayan tenido valores ya admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión continuadamente durante al menos los dieciocho meses anteriores podrán beneficiarse de un régimen simplificado de divulgación de información respecto de las emisiones secundarias¹².

El Reglamento sobre los depositarios centrales de valores impone un proceso de recompra obligatorio de cualquier instrumento financiero que no haya sido entregado en un determinado plazo a partir de la fecha de liquidación prevista (concretamente, dos días después de la negociación, la regla «T+2»). Al mismo tiempo, el citado Reglamento incluye normas adaptadas a las especificidades de los mercados de pymes en expansión. El proceso de recompra se activa tras un plazo máximo de quince días para las operaciones realizadas en

⁸ Considerando 132 de la MiFID II.

⁹ 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.

¹⁰ Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores.

¹¹ Artículo 15 del Reglamento sobre el folleto.

¹² Artículo 14 del Reglamento sobre el folleto.

mercados de pymes en expansión, frente a un máximo de cuatro días para los valores líquidos y de siete días para los valores ilíquidos. Esas normas específicas para los instrumentos financieros de los mercados de pymes en expansión se introdujeron para «*tener en cuenta las características de liquidez de dichos mercados y posibilitar, en particular, la actuación de los creadores de mercado en estos mercados menos líquidos*»¹³.

La presente propuesta de Reglamento es, por tanto, coherente con los citados Reglamentos vigentes de la Unión, pues busca reducir la carga que pesa sobre los mercados de pymes en expansión y promover la liquidez de las acciones e instrumentos asimilados admitidos a negociación en esos centros de negociación.

Asimismo, es coherente con algunas de las modificaciones previstas del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión a efectos de la Directiva 2014/65/UE (MiFID II). Estas modificaciones se han incluido también en la misma evaluación de impacto y tienen por objeto: i) modificar la definición de emisor de instrumentos distintos de acciones de la categoría pyme de un mercado de pymes en expansión; ii) hacer opcional la obligación de dichos emisores de presentar un informe semestral; iii) imponer un requisito de capital flotante a los emisores que soliciten la admisión a negociación en un mercado de pymes en expansión. Estas medidas: i) aumentarán el número de emisores solo de deuda que puedan considerarse pymes, lo que, a su vez, permitiría que más SMN se registraran como mercados de pymes en expansión y que los emisores de estos mercados se beneficiaran de requisitos normativos simplificados; ii) facilitarán que los organismos rectores del mercado adapten mejor sus normas de cotización a las condiciones locales; y iii) garantizarán que las acciones cotizadas en mercados de pymes en expansión no sean demasiado ilíquidas en la fase de admisión.

• **Coherencia con otras políticas de la Unión**

El objetivo de la presente propuesta legislativa es complementar los objetivos de la Unión de los Mercados de Capitales para reducir la excesiva dependencia de la financiación bancaria y diversificar las fuentes de financiación del mercado a disposición de las empresas europeas. Desde la publicación del Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales en 2015, la Comisión ha aplicado un extenso paquete de medidas legislativas y no legislativas destinadas a reforzar la financiación de capital riesgo en Europa. Entre ellas se incluyen la creación de un fondo de fondos de capital riesgo respaldado por el presupuesto de la UE y la revisión del Reglamento sobre los fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y los fondos de emprendimiento social europeos (FESE)¹⁴. En particular, cabe señalar que esta revisión ha aumentado la capacidad de los FCRE de invertir en pymes cotizadas en mercados de pymes en expansión.

En marzo de 2018, como parte del Plan de Acción en Materia de Tecnología Financiera¹⁵, la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento sobre los proveedores de financiación participativa¹⁶. Una vez aprobado por la UE, el nuevo Reglamento permitirá que las plataformas soliciten un pasaporte de la UE basado en un solo conjunto de normas. Esto facilitará que puedan ofrecer sus servicios en toda la UE. Aunque el mercado europeo de

¹³ Considerando 18 del Reglamento sobre los depositarios centrales de valores.

¹⁴ Reglamento (UE) 2017/1991, de 25 de octubre de 2017, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 345/2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos y el Reglamento (UE) n.º 346/2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

¹⁵ Plan de acción en materia de tecnología financiera: por un sector financiero europeo más competitivo e innovador – COM (2018) 109 final.

¹⁶ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP) para empresas – COM(2018)113.

financiación participativa está infradesarrollado frente a otras grandes economías mundiales, se estima que estas nuevas normas mejorarán el acceso de los pequeños inversores y las empresas que necesitan financiación a esta innovadora forma de financiación, especialmente en el caso de las empresas emergentes, y ayudarán a que el mercado de la UE crezca más rápidamente.

En el contexto de la Unión de los Mercados de Capitales, la Comisión promueve también los mercados de colocación privada, que permiten a las empresas obtener capital emitiendo instrumentos de deuda dirigidos a inversores institucionales u otros inversores experimentados. Según un reciente estudio sobre determinación de los obstáculos normativos al desarrollo de la colocación privada de deuda en la UE¹⁷ (realizado por cuenta de la Comisión) el régimen de prospección de mercado contemplado en el Reglamento sobre abuso de mercado puede impedir el desarrollo de esta fuente de financiación en toda la UE. Este obstáculo normativo disuade a los inversores institucionales y los emisores de entablar negociaciones para este tipo de operaciones.

Al facilitar la cotización de las empresas en mercados de pymes en expansión, esta iniciativa contribuirá a facilitar la captación de capital por las empresas europeas. Ayudará a erigir una escalera de financiación que facilite a las empresas, en cada etapa de su desarrollo, canales de financiación diversificados. Contar con mercados públicos dinámicos es esencial para completar las medidas sobre la Unión de los Mercados de Capitales más arriba mencionadas. La existencia de mercados públicos dinámicos para las empresas de pequeña y mediana capitalización puede fomentar el desarrollo de capital inversión y de capital riesgo, pues ofrece posibilidades de salida fácil. Sin esta posibilidad de deshacerse de sus inversiones, los fondos de capital riesgo y de capital inversión estarán menos dispuestos a bloquear sus fondos durante el período de crecimiento de una empresa. Los mercados públicos de acciones dirigidos a las pymes pueden también favorecer las inversiones de financiación participativa en acciones. Como los proveedores de capital riesgo, quienes efectúan inversiones de financiación participativa en acciones desean también poder deshacerse de sus inversiones y, por tanto, requieren mercados de acciones líquidos y que funcionen correctamente, que puedan ser utilizados como vías de salida de las empresas en crecimiento que respaldan en una fase anterior. Esta iniciativa persigue también eliminar los obstáculos normativos que se derivan de la aplicación del régimen de prospección de mercado, contemplado en el Reglamento sobre abuso de mercado, en la colocación privada de bonos a inversores institucionales por parte de pymes cotizadas.

2. BASE JURÍDICA, SUBSIDIARIEDAD Y PROPORCIONALIDAD

• Base jurídica

La base jurídica del Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento sobre el folleto es el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE), que otorga a las instituciones europeas competencia para establecer disposiciones adecuadas respecto del establecimiento y el funcionamiento del mercado único. Dichos Reglamentos solo pueden ser modificados por el legislador de la Unión, en este caso sobre la base del artículo 114 del Tratado.

En virtud del artículo 4 del TFUE, la acción de la UE para la plena realización del mercado interior debe evaluarse a la luz del principio de subsidiariedad establecido en el artículo 5, apartado 3, del Tratado de la Unión Europea. De acuerdo con dicho principio, solo cabe

¹⁷ BCG y Linklaters, *Study on Identifying the market and regulatory Obstacles to the Development of Private Placements of Debt instruments in the EU*, 2017.

actuar a escala de la UE cuando los objetivos de la acción pretendida no puedan ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros por sí solos y, por tanto, exijan tal actuación a escala de la UE.

- **Subsidiariedad (en el caso de competencia no exclusiva)**

En virtud del artículo 4 del TFUE, la acción de la UE para la plena realización del mercado interior debe evaluarse a la luz del principio de subsidiariedad establecido en el artículo 5, apartado 3, del Tratado de la Unión Europea. De acuerdo con dicho principio, solo cabe actuar a escala de la UE cuando los objetivos de la acción pretendida no puedan ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros por sí solos y, por tanto, exijan tal actuación a escala de la UE.

Debe evaluarse si los asuntos planteados encierran aspectos transnacionales y si los objetivos de las acciones pretendidas no pueden ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros en el marco de su régimen constitucional nacional («prueba de necesidad»). A este respecto, cabe señalar que los SMN dirigidos a las pymes (y los potenciales mercados de pymes en crecimiento) son por naturaleza más locales que los mercados regulados. Al mismo tiempo, estos centros de negociación tienen una clara dimensión transfronteriza, tanto porque los inversores pueden invertir en centros de negociación fuera de sus Estados miembros de origen como porque los emisores a menudo cotizan sus acciones o bonos en un centro de negociación situado en otro Estado miembro.

El primer objetivo de esta iniciativa es eliminar cargas administrativas innecesarias, a fin de que las pymes puedan acceder más fácilmente a mercados públicos de acciones y bonos y, por tanto, diversificar sus fuentes de capital procedentes de cualquier punto de la UE (preservando, al mismo tiempo un elevado grado de protección de los inversores e integridad del mercado). El segundo objetivo consiste en aumentar la liquidez de las acciones emitidas por emisores de mercados de pymes en expansión. El logro de estos objetivos se traducirá en un aumento de los flujos transfronterizos de capital y, en última instancia, en crecimiento económico y creación de empleo en todos los Estados miembros de la UE.

Las exigencias administrativas que pesan sobre las pymes son consecuencia de la aplicación del Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento sobre el folleto. Estos Reglamentos europeos tienen fuerza jurídica vinculante directa en todos los Estados miembros. No dejan a los Estados miembros prácticamente ningún margen para adaptar las normas a las condiciones locales o al tamaño de los inversores o las empresas de inversión. Los problemas que plantean esas normas solo pueden abordarse de manera eficaz a través de modificaciones legislativas a escala de la UE¹⁸. Las posibles alternativas, es decir, la acción no legislativa a escala de la Unión (por ejemplo, directrices de la Autoridad Europea de Valores y Mercados y actuación a escala de los Estados miembros), no podrían alcanzar de manera suficiente el objetivo fijado, pues no podrían modificar las disposiciones de los citados Reglamentos.

La liquidez de los instrumentos financieros de las pymes (especialmente las acciones) se ve también obstaculizada por deficiencias normativas derivadas del Reglamento sobre abuso de mercado. En particular, ese Reglamento obliga a los Estados miembros a establecer una práctica de mercado aceptada, a fin de que los emisores ubicados en su territorio puedan celebrar contratos de aportación de liquidez con intermediarios. Solo cuatro Estados

¹⁸ Véase el asunto C-58/08, Vodafone: «Cuando un acto basado en el artículo 95 CE ya ha suprimido todos los obstáculos a los intercambios en el ámbito que armoniza, el legislador comunitario no puede ser privado de la posibilidad de adaptar ese acto a cualquier modificación de las circunstancias o cualquier evolución de los conocimientos, habida cuenta de la tarea que le incumbe de velar por que se protejan los intereses generales reconocidos por el Tratado».

miembros han establecido ya una práctica de mercado aceptada, lo que significa que, en veinticuatro Estados miembros, los emisores no tienen esta posibilidad. Esto fragmenta el mercado único y falsea la competencia entre los emisores que tienen derecho a celebrar un contrato de liquidez y aquellos otros que no tienen esta posibilidad. La negociación limitada puede hacer que los inversores tengan una percepción negativa de la liquidez de las acciones que cotizan en mercados de pymes en expansión y podría mermar la credibilidad y el atractivo de estos centros de negociación de reciente creación. Es necesaria la actuación a escala de la UE para garantizar que los problemas derivados de las normas de la UE se aborden adecuadamente y que pueda aumentarse la liquidez en esos mercados.

Hay que examinar si los objetivos podrían alcanzarse mejor mediante una acción a escala europea («prueba de valor añadido europeo»). Por su escala, la acción de la UE podría reducir la carga administrativa de los emisores que sean pymes y, al mismo tiempo, garantizar condiciones equitativas entre los emisores. Tal acción sirve para evitar el falseamiento de la competencia entre los mercados de pymes en expansión y preserva un elevado grado de protección de los inversores e integridad del mercado.

En cuanto a los obstáculos normativos que dificultan la aportación de liquidez, la actuación a escala nacional redundaría en la fragmentación jurídica y puede falsear la competencia entre los mercados de pymes en expansión de los distintos Estados miembros. La acción a escala europea es más apropiada para garantizar la uniformidad y la seguridad jurídica. Ello contribuirá a alcanzar eficazmente los objetivos de la segunda Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (y, más en concreto, la creación de mercados de pymes en expansión) y facilitará las inversiones transfronterizas y la competencia entre mercados de valores, salvaguardando, al mismo tiempo, el funcionamiento ordenado de los mercados.

- **Proporcionalidad**

Las medidas propuestas para aligerar la carga que soportan las pymes cotizadas respetan el principio de proporcionalidad. Se consideran adecuadas para lograr los objetivos y no van más allá de lo necesario. Ahí donde el Reglamento sobre abuso de mercado ofrece a los Estados miembros la opción de aligerar la carga que soportan los emisores (por ejemplo, conforme al artículo 19, apartado 9, las autoridades competentes nacionales pueden decidir aumentar el umbral por encima del cual las operaciones efectuadas por los directivos se harán públicas de 5 000 EUR a 20 000 EUR), la Comisión ha decidido no legislar, a fin de dejar margen a los Estados miembros para adaptar este requisito a las condiciones locales. Cuando no existe flexibilidad para adaptar el Reglamento sobre abuso de mercado a las condiciones locales, se impone absolutamente la acción legislativa a escala de la UE para reducir la carga administrativa de los emisores de mercados de pymes en expansión.

La medida destinada a aumentar la liquidez (creación de un 29.º régimen de contratos de liquidez para los emisores de mercados de pymes en expansión; véase, más abajo, una explicación detallada de las disposiciones específicas de la propuesta) representa un equilibrio, al establecer normas paneuropeas sobre los contratos de liquidez y, al mismo tiempo, dotar a los Estados miembros de margen para adoptar una práctica de mercado aceptada en relación con esos contratos (p.ej., hacer extensivos los contratos de liquidez a los valores ilíquidos que no sean acciones de mercados de pymes en expansión o adaptar los requisitos de esos contratos a las especificidades locales).

- **Elección del instrumento**

Las modificaciones legislativas propuestas pretenden, en particular, reducir la carga administrativa y los costes de cumplimiento de los emisores de mercados de pymes en

expansión que se derivan de la aplicación del Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento sobre el folleto. La iniciativa persigue también fomentar la liquidez garantizando que todo emisor de mercados de pymes en expansión de la UE pueda celebrar un contrato de aportación de liquidez.

A tal fin, las medidas legislativas modificarán las disposiciones actuales de los citados Reglamentos. Dado que muchas de las modificaciones necesarias consistirían en cambios menores de textos jurídicos vigentes, pueden reunirse en un Reglamento «ómnibus». La base jurídica del Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento sobre el folleto es el artículo 114, apartado 1, del TFUE. Por tanto, cualquier Reglamento de modificación tiene la misma base jurídica.

3. RESULTADOS DE LAS EVALUACIONES *EX POST*, DE LAS CONSULTAS CON LAS PARTES INTERESADAS Y DE LAS EVALUACIONES DE IMPACTO

- **Consultas con las partes interesadas**

- (a) Consulta pública sobre la creación de un entorno normativo proporcionado para apoyar la cotización de las pymes.

El 18 de diciembre de 2017, los servicios de la Comisión abrieron una consulta pública sobre cotización de las pymes. Se centraba en tres aspectos principales: 1) cómo complementar el concepto de mercados de pymes en expansión creado por la MiFID II; 2) cómo aligerar la carga que soportan las empresas que cotizan en mercados de pymes en expansión; y 3) cómo fomentar los ecosistemas en que se inscriben los mercados de valores locales, en particular con vistas a mejorar la liquidez de las acciones que cotizan en esos centros de negociación. La Comisión recibió 71 respuestas, remitidas por interesados procedentes de 18 Estados miembros¹⁹.

Ante la pregunta de por qué pocas pymes solicitan cotizar en mercados públicos europeos, muchos interesados mencionaron la carga administrativa que las normas sobre abuso de mercado, transparencia y divulgación de información impone a las pymes. Se señaló que el Reglamento sobre abuso de mercado es difícil de interpretar y dificulta, por tanto, que las pymes cumplan la legislación europea.

En su mayoría, los interesados consideraban que el régimen aplicable a las operaciones de los directivos es muy gravoso y oneroso, y abogaban por ampliar el plazo de notificación de las operaciones, elevar el umbral a partir del cual deben notificarse y asignar la responsabilidad de publicar las operaciones de los directivos a su autoridad nacional competente. En cuanto al enfoque en relación con las listas de iniciados, la mayoría de los consultados coincidían en que también este requisito resulta gravoso y oneroso, aunque necesario. En general, se decantaban por exigir a los emisores, bien que presenten tales listas a solicitud de la autoridad competente nacional, bien que conserven solo una lista de personas con acceso permanente a información privilegiada. Solo una minoría se decantó por eximir completamente a los

¹⁹ 6 autoridades públicas (2 Ministerios de Economía, 4 autoridades competentes nacionales); 18 mercados de valores; 35 asociaciones sectoriales (6 de intermediarios, 14 de gestores de inversiones y bancos de inversión, 4 del sector asegurador, 3 del sector de la contabilidad y la auditoría, 2 de agencias de calificación crediticia, 4 de emisores, 1 de fondos de pensiones), 2 ONG, 2 empresas de abogacía y consultoría, 2 bancos de fomento, 1 institución académica; el Grupo de Partes Interesadas del Mercado de Valores de la AEVM y el Grupo de Usuarios de Servicios Financieros. Las partes interesadas proceden de 18 Estados miembros: AT, BE, CZ, DE, DK, EE, EL, ES, FI, FR, HR, IE, IT, LV, NL, PL, SE, UK.

emisores de los mercados de pymes en expansión de conservar listas de iniciados. De entre los pocos interesados que opinaron sobre la justificación del retraso en comunicar información privilegiada, la mayoría eran favorables a presentar tal justificación solo a solicitud de la autoridad competente nacional, y eximir de la obligación de guardar constancia de dicha comunicación. Igualmente atendiendo solo a quienes expresaron su opinión, una mayoría clara de interesados abogaba por no aplicar las normas sobre prospección de mercado a las colocaciones privadas de bonos en mercados de pymes en expansión cuando participen inversores en las negociaciones de la emisión.

Entre quienes se manifestaron, la gran mayoría consideraba que debían establecerse simplificaciones para todas las empresas cotizadas en esos mercados. Se argumentó que era necesario aplicar el principio «un mercado, un conjunto uniforme de normas» para garantizar la claridad y suscitar el interés de los inversores, los emisores y los intermediarios. No obstante, algunos centros de negociación y representantes de los emisores consideraban que debían otorgarse simplificaciones normativas a todas las pymes, ya coticen o no en un SMN o en un mercado regulado.

La mayor parte de los interesados eran contrarios a establecer normas sobre la transferencia obligatoria de emisores de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado, por considerar que dicha transferencia debe ser decisión discrecional del emisor. Sin embargo, algunos opinaban que debía facilitarse la transferencia de cotización mediante incentivos normativos adecuados, dirigidos a reducir la carga administrativa y el coste que conlleva la cotización en un mercado regulado. Diversos interesados indicaron que ese incentivo podía consistir en prescindir del folleto o prever un folleto simplificado cuando un emisor pase de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado. En relación con las medidas orientadas a aumentar la liquidez, los participantes en el mercado reconocieron ampliamente las ventajas de los contratos de liquidez. De entre quienes opinaron, buena parte apreciaba ventajas en la creación de un marco de la UE, si bien muchos insistieron en que era necesario mantener la flexibilidad para que esos contratos se adapten a las condiciones locales. Algunas autoridades competentes nacionales temían que tales prácticas originaran conductas de manipulación de los precios. Otras, sin embargo, no veían motivos de preocupación, siempre que se trate de un marco calibrado para evitar esas conductas, como ocurre actualmente con las prácticas de mercado aceptadas.

(b) Revisión intermedia del Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales

El 20 de enero de 2017, los servicios de la Comisión abrieron una consulta pública sobre la revisión intermedia del Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales. Muchos de los consultados abogaban por efectuar una revisión proporcionada de las diferentes obligaciones que recaen sobre los emisores no financieros, especialmente las pymes. Consideraban que tales obligaciones son demasiado gravosas y disuaden a esos emisores de solicitar cotizar.

En cuanto al marco normativo aplicable a las empresas cotizadas, los consultados criticaron diversos aspectos del Reglamento sobre abuso de mercado. Por ejemplo, las normas sobre las operaciones de los directivos y las listas de iniciados se consideraban demasiado gravosas para las empresas que cotizan en SMN. Se señaló que la definición de información privilegiada es demasiado compleja y conlleva el riesgo de que los emisores cotizados divulguen información anticipada y prematuramente. Según algunos de los consultados, el alcance de las normas sobre prospección de mercado que establece el Reglamento sobre abuso de mercado es demasiado amplio y muchos participantes en el mercado serían reacios a ser sondeados en el contexto de una prospección de mercado por el riesgo jurídico que podría

entrañar. Según otros, la ampliación del citado Reglamento a empresas cotizadas en SMN encarece el acceso a los mercados públicos, por los costes directos que acarrea la vigilancia y la difusión de información privilegiada.

- (c) Convocatoria de datos: marco normativo de la UE para los servicios financieros

El 30 de septiembre de 2015, los servicios de la Comisión efectuaron una convocatoria de datos destinada a mejorar la calidad del actual marco normativo para los servicios financieros, incluidos aquellos en los que las medidas conexas a la UMC incidirían directamente. En dicha convocatoria, los consultados se mostraron ampliamente favorables a la reforma de la reglamentación de los mercados de capitales. Sin embargo, manifestaron su inquietud por la manera en que la legislación sobre abuso de mercado, el folleto y los mercados de valores afecta a la financiación de las pymes.

En relación con el régimen sobre abuso de mercado y los mercados de pymes en expansión, algunos de los consultados indicaron que tal régimen imponía una pesada carga a los emisores de esos mercados, lo que, en última instancia, podría conllevar menos actividad y, por tanto, menos financiación para las pymes. En particular, se expresaron temores por la ampliación del alcance de las obligaciones de los emisores en el contexto del régimen aplicable a las empresas cotizadas en SMN, como son la de facilitar listas de iniciados y notificar las operaciones de los directivos.

- **Obtención y uso de asesoramiento especializado**

El 14 de noviembre de 2017, los servicios de la Comisión organizaron un seminario técnico al que asistieron aproximadamente 25 representantes de mercados de valores, de 27 Estados miembros. La finalidad era deliberar sobre las disposiciones técnicas y las posibles simplificaciones del marco normativo aplicable al acceso de las pymes a los mercados públicos, de cara a preparar la consulta pública de 2017 sobre la creación de un entorno normativo proporcionado para apoyar la cotización de las pymes.

En su mayoría, los participantes manifestaron que el Reglamento sobre abuso de mercado había creado obligaciones costosas para las pymes emisoras e imponía requisitos severos, aun reconociendo su importancia de cara a la confianza del inversor. Los consultados se refirieron a la naturaleza de la información privilegiada y el nivel de detalle exigido en la divulgación de información como causas de tal carga. Algunos señalaron la dificultad de determinar con claridad qué se considera información privilegiada. Otros pocos objetaban que las sanciones aplicables de conformidad con el Reglamento sobre abuso de mercado no eran proporcionadas por lo que atañe a las empresas cotizadas en SMN, cuya capitalización de mercado es, a menudo, inferior a 10 millones EUR. En cuanto a la lista de iniciados, dos participantes resaltaron que la exención introducida respecto de los mercados de pymes en expansión no es útil, pues los emisores siguen obligados a facilitar listas *ex post* e implantar procesos para ello. Muchos interesados lamentaban los estrictos plazos otorgados a los directivos para notificar sus operaciones y consideraban que debía extenderse el plazo de tres a cinco días o concederse dos días extra a los emisores para divulgar la información. Algunos manifestaron también que las operaciones de los directivos debían notificarse solo cuando fueran significativas, es decir, con un valor superior al umbral actual (5 000 EUR). Tres centros de negociación coincidían también en que las normas del Reglamento sobre abuso de mercado no deben aplicarse por igual a los emisores de acciones y aquellos otros que solo emiten instrumentos de deuda. Por último, uno de los participantes explicó que, puesto que la mayor parte de los bonos de pymes son objeto de colocación privada, la exención de aplicar las normas sobre prospección de mercado a las colocaciones privadas representaría una verdadera simplificación.

Asimismo, se manifestó que los participantes en el mercado serían partidarios de una mayor claridad en lo relativo a los contratos sobre aportación de liquidez, dada la importancia que revisten tanto para los intermediarios como para las empresas. Unos pocos interesados explicaron que las prácticas de mercado aceptadas sobre la aportación de liquidez no debían suprimirse, por mor de la seguridad jurídica al respecto.

El 28 de noviembre de 2017, los servicios de la Comisión organizaron también un seminario técnico que congregó a aproximadamente 30 representantes de emisores, inversores e intermediarios financieros.

En su gran mayoría, los interesados coincidían en que la aplicación del Reglamento sobre abuso de mercado impone costes importantes a las pymes. Algunos señalaron que este Reglamento debería descartarse totalmente en los mercados específicos de pymes o que la legislación debería retrotraerse al régimen del anterior Reglamento sobre abuso de mercado, pues el nuevo régimen mueve, a menudo, a las empresas a tratar de dejar de cotizar sus acciones en el mercado. Algunos interesados observaron que la exención prevista en el Reglamento sobre abuso de mercado de mantener y actualizar una lista de iniciados tiene una utilidad limitada, pues la autoridad competente nacional puede aún solicitar a las empresas una cantidad ingente de información, que difícilmente pueden gestionar los pequeños emisores. Algunos de los participantes manifestaron que la negociación con información privilegiada es un gran riesgo y puede menoscabar la confianza del inversor. Por ello, mantener al menos la sección permanente de dicha lista podría ser un planteamiento equilibrado. En relación con las operaciones de los directivos, muchos consideraban que ampliar el plazo de tres días para la notificación al mercado no iría en detrimento de la protección del inversor. Unos pocos interesados señalaron que un umbral de 20 000 EUR para la divulgación de las operaciones de los directivos sería más proporcionado, y que podría incluso aumentarse más sin comprometer la integridad del mercado. De acuerdo con otros, exigir que la autoridad competente nacional haga públicas esas operaciones reduciría la carga de los emisores. Algunos participantes indicaron que el paso de cotizar en un mercado de pymes en expansión a cotizar en un mercado regulado debería incentivarse con un folleto menos gravoso.

- **Evaluación de impacto**

La propuesta va acompañada de una evaluación de impacto presentada el 19 de marzo de 2018 y aprobada con reservas por el Comité de Control Reglamentario el 22 de abril de 2018.

Dicho Comité pidió que se modificara el proyecto de evaluación de impacto para aclarar lo siguiente: i) la justificación de la iniciativa desde la óptica de la subsidiariedad; ii) cómo se determinó el alcance de la iniciativa (en cuanto a las medidas a incluir y el modo en que esas medidas se agrupan en opciones en la evaluación de impacto); iii) cómo afectarían las opciones preferidas a la protección del inversor. Las observaciones del Comité fueron tenidas en cuenta y se integraron en la versión final de la evaluación de impacto.

La evaluación de impacto analiza diversas opciones estratégicas dirigidas a alcanzar el doble objetivo de reducir la carga administrativa de los emisores de mercados de pymes en expansión y promover la liquidez de las acciones en esos centros de negociación, preservando un elevado grado de protección de los inversores e integridad del mercado.

La Comisión analizó los problemas que podrían impedir la oferta de instrumentos financieros en los mercados de pymes en expansión, así como su demanda (en particular, el problema de la liquidez, que puede disuadir a los inversores de invertir en esos mercados). La evaluación de impacto describe los factores que explican esos problemas: 1) la carga normativa que recae sobre las pymes cotizadas como consecuencia de la aplicación del Reglamento sobre abuso de

mercado; 2) una definición inadecuada de los mercados de pymes en expansión; y 3) la falta de mecanismos que fomenten la negociación y la liquidez en esos mercados.

Cabe señalar que algunos de estos problemas se derivan de la aplicación del nivel 2 de la MiFID II y se abordarán a través de modificaciones aparte del Reglamento Delegado 2017/565 de la Comisión.

A continuación, se inserta un cuadro resumen de las diferentes simplificaciones establecidas para los emisores de mercados de pymes en expansión (conforme al Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento sobre el folleto) y las medidas dirigidas a promover la liquidez de las acciones de pymes, así como los efectos sobre los interesados.

Opciones preferidas	Impacto en los mercados/sectores pertinentes
Opciones preferidas en el marco del Reglamento sobre abuso de mercado	
Adopción de un nuevo plazo para divulgar públicamente las operaciones de los directivos (2 días a partir de la fecha en que estos las notifiquen)	Esto reduciría la carga administrativa de los mercados de pymes en expansión, garantizando que dispongan de tiempo suficiente para divulgar públicamente las operaciones de los directivos. Se considera que cambiar el momento de inicio del plazo incidirá poco o nada en la integridad del mercado.
Obligación de mantener una lista de iniciados permanentes.	Esto reduciría la carga de los emisores, al evitar los costes de elaboración de una lista <i>ad hoc</i> de iniciados por cada elemento de información privilegiada. El impacto sobre la capacidad de las autoridades competentes nacionales para detectar operaciones con información privilegiada sería mínimo, puesto que, en la práctica, dichas autoridades rara vez se apoyan en listas de iniciados.
Justificación del retraso en facilitar la información privilegiada solo previa solicitud (sin necesidad de guardar constancia de la divulgación)	Esto reduciría la carga administrativa de los emisores de mercados de pymes en expansión, al quedar exentos de recopilar una larga lista de información (constancia de la divulgación). El impacto en la integridad del mercado sería mínimo, pues, en caso de retraso, se seguiría informando a las autoridades competentes nacionales, que podrían requerir una justificación (preparada <i>ex post</i> por los emisores).
Exención del régimen de prospección de mercado en las colocaciones privadas de bonos entre inversores institucionales una vez se implante un procedimiento alternativo de información privilegiada a terceros.	Esto reduciría la carga administrativa de los emisores (y quienes actúan en su nombre) y de los inversores y facilitaría la emisión para colocaciones privadas. Un procedimiento alternativo de información privilegiada a terceros garantizaría que todas las partes conozcan sus obligaciones por lo que atañe a la divulgación de tal información.
Creación de un régimen europeo de contratos de aportación de liquidez dirigido a los emisores de acciones	Esto aumentaría la liquidez y reduciría la volatilidad de las acciones de pymes, aumentando así el atractivo de los mercados de pymes en expansión para los

en mercados de pymes en expansión, permitiendo al mismo tiempo que las autoridades nacionales competentes establezcan prácticas de mercado aceptadas	inversores, los intermediarios y los mercados regulados.
Opciones preferidas en el marco del Reglamento sobre el folleto	
Creación de un «folleto de transferencia» más simple para los emisores de mercados de pymes en expansión que lleven cotizando al menos tres años y deseen dar el paso hacia mercados regulados	Esto ayudaría a las empresas a pasar de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado, al permitirles elaborar un folleto simplificado.

La evaluación de impacto señala también que, en aras de ofrecer coherencia, simplicidad y claridad a los inversores y los emisores, las simplificaciones conforme al Reglamento sobre abuso de mercado deben beneficiar a todas las empresas que coticen en mercados de pymes en expansión y no solo a las pymes que coticen en esos centros de negociación.

La evaluación de impacto llega a la conclusión de que el paquete de medidas propuesto (a través de la presente propuesta omnibus de Reglamento y los cambios que se prevé introducir en el nivel 2 de la MiFID II) contribuirá al objetivo general de la UMC de facilitar el acceso a los mercados de capitales a las empresas más pequeñas. Este paquete de medidas respaldará a las empresas cotizadas en mercados de pymes en expansión, al reducir su carga administrativa y hacer posible un aumento de la liquidez. No obstante, la evaluación de impacto subraya también que las medidas normativas que incluye la presente iniciativa no incidirán de forma notoria en la situación de las pequeñas empresas que se plantean la admisión a cotización.

- **Adecuación regulatoria y simplificación**

El objetivo de la presente iniciativa es, en parte, reducir los costes de cumplimiento de los emisores de mercados de pymes en expansión. Este es el caso de las modificaciones previstas en relación con el Reglamento de abuso del mercado, que redundarían en una reducción de costes estimada en entre 4,03 millones EUR y 9,32 millones EUR anuales. Ello representaría para cada emisor una reducción de los costes derivados de la aplicación del Reglamento sobre abuso de mercado de entre el 15 % y el 17,5 %. La creación de un «folleto de transferencia», que permitiría a los emisores pasar de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado, redundaría en una reducción de costes estimada en entre 4,8 millones EUR y 7,2 millones EUR anuales. Este «folleto de transferencia» disminuiría los costes de preparación de este documento entre un 25 % y un 28,5 %.

- **Derechos fundamentales**

Las futuras medidas legislativas deben cumplir los derechos fundamentales pertinentes consagrados en la Carta de los Derechos Fundamentales de la UE. La propuesta respeta esos derechos y observa los principios reconocidos en la Carta, en particular la libertad de empresa (artículo 16) y la protección de los consumidores (artículo 38). La presente iniciativa persigue reducir la carga administrativa de los pequeños emisores, por lo que se estima que contribuirá a mejorar el derecho de libre empresa. Las modificaciones previstas del Reglamento sobre abuso de mercado y el Reglamento sobre el folleto no afectan, en principio, a la protección de

los consumidores, pues se trata de cambios específicos configurados de manera que preserven un elevado grado de integridad del mercado y protección de los inversores.

4. REPERCUSIONES PRESUPUESTARIAS

Se prevé que la presente iniciativa no incidirá significativamente en el presupuesto de la UE.

5. OTROS ELEMENTOS

- **Planes de ejecución y modalidades de seguimiento, evaluación e información**

La Comisión hará un seguimiento del impacto del nuevo Reglamento. Los parámetros esenciales para medir la eficacia del Reglamento en lograr los objetivos fijados (a saber, la reducción de la carga administrativa y el aumento de la liquidez) serán los siguientes:

- (1) Impacto sobre los emisores de mercados de pymes en expansión y los organismos rectores del mercado
 - (a) Número de mercados de pymes en expansión registrados
 - (b) Número de cotizaciones y capitalización de mercado en el conjunto de los mercados de pymes en expansión
 - (c) Número y tamaño de las ofertas públicas iniciales (OPI) y ofertas de bonos iniciales (OBI) en los mercados de pymes en expansión
 - (d) Número y tamaño de las OPI y OBI efectuadas por pymes europeas en terceros países
 - (e) Ratio entre la financiación externa de las pymes procedente de bancos y la procedente del mercado
 - (f) Número y volumen de las colocaciones privadas de bonos cotizados entre inversores institucionales
 - (g) Número de folletos de transferencia
- (2) Incidencia en la liquidez de los mercados de pymes en expansión
 - (a) Número de contratos de liquidez celebrados por emisores
 - (b) Volumen de operaciones (calibrado por el número de valores cotizados por centro de negociación)
 - (c) Capital flotante medio
 - (d) Diferencial medio entre precios comprador y vendedor
 - (e) Liquidez media *at touch*
 - (f) Profundidad media del libro de órdenes
 - (g) Tiempo medio de ejecución de las órdenes
 - (h) Volatilidad media diaria

Esta lista de indicadores no es exhaustiva y puede ampliarse para dar cabida a la vigilancia de otros posible indicadores de impacto. Otros indicadores podrían ayudar, por ejemplo, a medir la eficacia de otras acciones no normativas que forman parte del paquete general de medidas relativas a la cotización de las pymes. Cabe señalar también que no se fijan objetivos cuantitativos concretos para ninguno de los indicadores enumerados. Existen toda una serie

de factores que afectarán de manera importante a los indicadores y que la presente iniciativa no aborda, por lo que la eficacia de esta debe juzgarse más bien basándose en la orientación evolutiva de los indicadores.

Muchos de los indicadores requerirán la ayuda y aportación de datos de los Estados miembros, las autoridades competentes nacionales, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) y los organismos rectores del mercado. Este es el caso, en particular, de los indicadores de liquidez.

- **Explicación detallada de las disposiciones específicas de la propuesta**

- (a) **Modificaciones del Reglamento sobre abuso de mercado**

- Exención del régimen de prospección de mercado en las colocaciones privadas de bonos entre inversores cualificados*

A fin de impulsar el desarrollo de los mercados de colocación privada de bonos, la Comisión propone una modificación del régimen de prospección de mercado del artículo 11 del Reglamento sobre abuso de mercado. Actualmente, una colocación privada de bonos entre inversores cualificados (es decir, una oferta pública de bonos dirigida solo a inversores cualificados según se definen en el Reglamento sobre el folleto) puede entrar en el ámbito de aplicación del régimen de prospección de mercado. Esto se debe a que una emisión de ese tipo puede tener potencialmente efectos sobre la solvencia crediticia de un emisor que ya tenga valores (por ejemplo, acciones o bonos) admitidos a negociación en un centro de negociación y, por tanto, puede constituir información privilegiada.

La modificación técnica del artículo 11 del Reglamento sobre abuso de mercado persigue aclarar que la comunicación de información a inversores cualificados potenciales con quienes se negocian todas las condiciones de una operación de colocación privada de bonos (incluidas las condiciones contractuales) no estará sujeta al régimen de prospección de mercado. Esta exención se aplicará i) si el emisor que desea realizar una 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 terceros²⁰, con arreglo al cual todo inversor cualificado potencial reconozca las obligaciones normativas que se derivan del acceso a esa información. Este procedimiento alternativo podría adoptar la forma de un acuerdo de no divulgación.

- Contrato de aportación de liquidez para los emisores de mercados de pymes en expansión*

De acuerdo con los cambios que se introducen en el artículo 13 del Reglamento sobre abuso de mercado, los emisores de mercados de pymes en expansión tendrán la posibilidad de celebrar «contratos de aportación de liquidez» con intermediarios financieros que tendrán por misión reforzar la liquidez de las acciones de los emisores. Esto estará permitido incluso aunque la autoridad competente nacional del lugar de ubicación del mercado del pymes en expansión no haya establecido una práctica de mercado aceptada sobre dichos contratos de acuerdo con el artículo 13 del Reglamento sobre abuso de mercado.

Esta posibilidad estará sujeta a tres condiciones: i) el contrato de aportación de liquidez se atenderá a las condiciones establecidas en el artículo 13, apartado 2, y en las normas técnicas de ejecución que elabore la Autoridad Europea de Valores y Mercados; ii) el proveedor de liquidez deberá ser una empresa de servicios de inversión autorizada con arreglo a la MiFID II y miembro de un mercado de pymes en expansión en el que las acciones del emisor estén

²⁰ Se trata de un procedimiento mediante el cual una persona se convierte en «iniciada», al facilitársele información privilegiada.

admitidas a negociación; y iii) el contrato de liquidez deberá ponerse en conocimiento del organismo rector del mercado o la empresa de servicios de inversión que gestione el mercado de pymes en expansión, que deberá aprobar las condiciones del mismo. Esas condiciones deben cumplirse en todo momento y la autoridad competente nacional puede requerir una copia del contrato de liquidez al emisor o a la empresa de servicios de inversión que actúe de proveedor de liquidez.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados tendrá encomendada la función de elaborar normas técnicas de ejecución que establezcan un modelo de contrato de aportación de liquidez. Dichas normas fijarán los requisitos que deberán cumplir tales contratos para ser legales en todos los Estados miembros.

Esta nueva disposición no obstará para que los Estados miembros adopten una práctica de mercado aceptada de conformidad con el artículo 13, para adaptar los contratos de aportación de liquidez a las condiciones locales o extender el alcance de los mismos más allá de los emisores de mercados de pymes en expansión (p.ej., a valores ilíquidos que coticen en mercados regulados).

Justificación del retraso en la difusión de información privilegiada

El objetivo de esta modificación del artículo 17 del Reglamento sobre abuso de mercado es reducir las obligaciones impuestas a los emisores de mercados de pymes en expansión cuando deciden retrasar la publicación de información privilegiada.

Con arreglo a esta modificación, dichos emisores estarán obligados a notificar el retraso a la autoridad competente nacional pertinente. No obstante, solo deberán justificarlo a solicitud de dicha autoridad (y no en toda circunstancia). Además, los emisores de mercados de pymes en expansión estarán exentos de la obligación de mantener constantemente una lista de información detallada para justificar el retraso (como establece actualmente el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1055 de la Comisión). La justificación se preparará *ex post* en el momento en que el emisor reciba la solicitud de la autoridad competente nacional.

Listas de iniciados respecto de los mercados de pymes en expansión

De conformidad con el Reglamento sobre abuso de mercado (artículo 18, apartado 6), los emisores de mercados de pymes en expansión no están obligados a mantener una lista de iniciados constantemente, siempre que i) el emisor tome todas las medidas razonables para garantizar que cualquier persona que acceda a información privilegiada reconozca las obligaciones legales y reglamentarias que de ello se derivan y sea consciente de la sanción aplicable, y ii) el emisor pueda facilitar la lista a la autoridad competente nacional cuando esta lo solicite.

Esta modificación busca sustituir la actual simplificación prevista por el Reglamento sobre abuso de mercado para los emisores de mercados de pymes en expansión por una menos gravosa consistente en una «lista de iniciados permanentes». Esto les resultará más fácil a las pymes, sin por ello dejar de ser útil a las autoridades competentes nacionales en la investigación de operaciones con información privilegiada. Esta lista incluiría a todas las personas que tienen regularmente acceso a información privilegiada sobre ese emisor por sus funciones dentro de este (por ejemplo, los integrantes de los órganos de administración, de dirección y de supervisión) o por razón de su cargo (ejecutivos en cargos que les permiten adoptar decisiones de gestión que afecten al futuro desarrollo y las perspectivas de negocio de los emisores, y el personal administrativo que tenga regularmente acceso a información privilegiada). Esta simplificación se otorgará solo a los emisores de mercados de pymes en expansión, sin perjuicio de las obligaciones de quienes actúen en su nombre o por su cuenta (por ejemplo, contables, abogados, agencias de calificación ...) de elaborar, mantener

actualizada y facilitar a la autoridad competente nacional, cuando así lo solicite, su propia lista de iniciados, de conformidad con el artículo 18, apartados 1 a 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 autoridad competente nacional y al emisor en los tres días siguientes a la fecha de la operación. A su vez, el emisor comunicará la información al mercado a más tardar tres días después de la fecha de la operación. Algunas respuestas a la consulta pública subrayaban la imposibilidad técnica de cumplir el plazo de notificación de tres días si el emisor ya recibe la información del directivo tarde, pues el plazo de tres días engloba tanto la declaración al emisor de las personas con responsabilidades de dirección y las personas estrechamente vinculadas como la comunicación del emisor al mercado.

Con arreglo a esta modificación, las personas con responsabilidades de dirección en emisores de un mercado de pymes en expansión, y las personas estrechamente vinculadas, tendrían que presentar la notificación al emisor y a la autoridad competente nacional en el plazo de tres días hábiles. Tras esta notificación, el emisor dispondrá de dos días adicionales para la divulgación pública de la información.

(b) Modificaciones del Reglamento sobre el folleto

Folleto de transferencia

Los emisores que lleven cotizando un determinado tiempo en un mercado de pymes en expansión están obligados a presentar un folleto completo si desean pasar a un mercado regulado. Esto se debe a que no se ha previsto para ellos un folleto simplificado (tal como el «folleto de la Unión de crecimiento» o el folleto simplificado para las emisiones secundarias) que puedan utilizar en esa situación. Esta modificación del Reglamento del folleto crearía un «folleto de transferencia» simplificado para las empresas que lleven ya al menos tres años cotizando en un mercado de pymes en expansión y deseen pasar a un mercado regulado. Los emisores de mercados de pymes en expansión están sujetos a requisitos de transparencia permanentes de conformidad con el Reglamento sobre abuso de mercado y las normas del organismo rector del mercado de pymes en expansión, tal y como exige la Directiva 2014/65/UE. De este modo, proporcionan a los inversores mucha información. Por tanto, debe existir un folleto de transferencia (basado en el folleto simplificado para las emisiones secundarias previsto en el Reglamento sobre el folleto) que puedan utilizar los emisores en tal situación. Este folleto estaría disponible cuando los emisores de mercados de pymes en expansión i) soliciten la admisión de sus valores a negociación en un mercado regulado o ii) soliciten la admisión y efectúen una nueva oferta de valores en un mercado regulado.

Propuesta de

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

(Texto pertinente a efectos del EEE)

EL PARLAMENTO EUROPEO Y EL CONSEJO DE LA UNIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y en particular su artículo 114,

Vista la propuesta de la Comisión Europea,

Prevía transmisión del proyecto de acto legislativo a los parlamentos nacionales,

Visto el dictamen del Banco Central Europeo¹,

Visto el dictamen del Comité Económico y Social Europeo²,

De conformidad con el procedimiento legislativo ordinario³,

Considerando lo siguiente:

- (1) La iniciativa sobre la Unión de los Mercados de Capitales persigue reducir la dependencia de los préstamos bancarios, diversificar las fuentes de financiación del mercado respecto de todas las pequeñas y medianas empresas (pymes) y fomentar la emisión de bonos y acciones por las pymes en los mercados públicos. Las empresas establecidas en la Unión que desean obtener capital en centros de negociación se enfrentan a elevados costes de divulgación de información y de cumplimiento tanto puntuales como continuados, lo que, de entrada, puede disuadirlas de solicitar la admisión a cotización en centros de negociación. Además, las acciones emitidas por pymes en centros de negociación de la Unión presentan generalmente niveles de liquidez inferiores y mayor volatilidad, lo que aumenta el coste del capital y hace que esta fuente de financiación sea demasiado onerosa.
- (2) La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo⁴ crea un nuevo tipo de centros de negociación, los mercados de pymes en expansión, que constituyen una subcategoría de los sistemas multilaterales de negociación (SMN), y ello a fin de facilitar el acceso de las pymes a capital y el desarrollo de mercados especializados dirigidos a satisfacer las necesidades de los emisores que sean pymes. La Directiva 2014/65/UE ya anticipaba que *«La atención debe centrarse en cómo la futura normativa habrá de fomentar y promover la utilización de dicho mercado para hacerlo atractivo a los inversores, y reducir las cargas administrativas y ofrecer*

¹ DO C [...] de [...], p. [...].

² DO C [...] de [...], p. [...].

³ Posición del Parlamento Europeo de... (DO ...) y decisión del Consejo de ...

⁴ Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349).

nuevos incentivos para que las PYME accedan a los mercados de capitales a través de los mercados de PYME en expansión.»

- (3) Sin embargo, se ha observado que los emisores admitidos a negociación en un mercado de pymes en expansión gozan de relativamente pocas simplificaciones normativas frente a los emisores admitidos a negociación en SMN o mercados regulados. La mayoría de las obligaciones establecidas en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo⁵ se aplican de igual forma a todos los emisores, sea cual sea su tamaño o el centro de negociación en el que sus instrumentos financieros estén admitidos a negociación. Esta escasa diferenciación entre los emisores de mercados de pymes en expansión y los de los SMN disuade a estos últimos de solicitar su registro como mercado de pymes en expansión, tal y como ilustra el escaso recurso a la condición de mercado de pymes en expansión hasta la fecha. Resulta, pues, oportuno introducir simplificaciones adicionales que fomenten adecuadamente el uso de los mercados de pymes en expansión.
- (4) El atractivo de los mercados de pymes en expansión debe potenciarse reduciendo más los costes de cumplimiento y la carga administrativa que soportan los emisores de esos mercados. A fin de preservar el máximo nivel de cumplimiento en los mercados regulados, las simplificaciones previstas en el presente Reglamento deben limitarse a las empresas cotizadas en mercados de pymes en expansión, pese a que no todas las pymes cotizan en esos mercados y no todas las empresas que cotizan en ellos son pymes. Con arreglo a la Directiva 2014/65/UE, hasta un 50 % de empresas que no sean pymes pueden ser admitidas a negociación en los mercados de pymes en expansión, al objeto de mantener la rentabilidad del modelo de negocio de dichos mercados merced, entre otras cosas, a la liquidez de valores no emitidos por pymes. Habida cuenta de los riesgos que entraña aplicar conjuntos de normas diferentes a emisores que cotizan en la misma categoría de centros, a saber, los mercados de pymes en expansión, los cambios establecidos en el presente Reglamento no deben limitarse solo a los emisores que sean pymes. En aras de ofrecer coherencia a los emisores y claridad a los inversores, la reducción de los costes de cumplimiento y la carga administrativa debe aplicarse a todos los emisores de mercados de pymes en expansión, independientemente de su capitalización de mercado. Aplicar un mismo conjunto de normas a los emisores garantiza también que las empresas no se vean penalizadas por el hecho de estar creciendo y no ser ya pymes.
- (5) Con arreglo al artículo 11 del Reglamento (UE) n.º 596/2014, la prospección de mercado consiste en la comunicación de información a uno o más inversores potenciales, con anterioridad al anuncio de una operación, a fin de evaluar el interés de los mismos en una posible operación y las condiciones relativas a la misma, como su precio o volumen potencial. Durante la fase de negociación de una colocación privada de bonos, los emisores de mercados de pymes en expansión entablan conversaciones con una serie limitada de inversores cualificados potenciales (según lo definido en el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo⁶) y negocian todas las condiciones contractuales de la operación con esos inversores. La

⁵ Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión (DO L 173 de 12.6.2014, p. 1).

⁶ 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 y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DO L 168 de 30.6.2017, p. 12).

comunicación de información en esa fase de negociación de una colocación privada de bonos tiene por objeto estructurar y completar el conjunto de la operación, y no evaluar el interés de los inversores potenciales en una operación predefinida. Así pues, imponer una prospección de mercado en las colocaciones privadas de bonos puede resultar gravoso y constituir un desincentivo de cara a entablar conversaciones respecto de esas operaciones, tanto en el caso de los emisores como en el de los inversores. A fin de que la colocación privada de bonos en los mercados de pymes en expansión sea más atractiva, estas operaciones deben excluirse del ámbito de aplicación del régimen de prospección de mercado, a condición de que exista un acuerdo de no divulgación de información adecuado.

- (6) Es posible obtener alguna liquidez respecto de las acciones de un emisor a través de mecanismos de liquidez tales como los acuerdos de creación de mercado o los contratos de liquidez. Un acuerdo de creación de mercado consiste en un contrato entre el organismo rector del mercado y un tercero que se compromete a mantener la liquidez de determinadas acciones y, a cambio, se beneficia de descuentos en los gastos de negociación. Un contrato de liquidez consiste en un contrato entre un emisor y un tercero que se compromete a aportar liquidez a las acciones del emisor y en nombre de este. A fin de garantizar plenamente el mantenimiento de la integridad del mercado, los contratos de liquidez deben estar disponibles para todos los emisores de mercados de pymes en expansión en toda la Unión, con supeditación a una serie de condiciones. No todas las autoridades competentes han establecido, de conformidad con el artículo 13 del Reglamento (UE) n.º 596/2014, prácticas de mercado aceptadas en relación con los contratos de liquidez, lo que implica que no todos los emisores de mercados de pymes en expansión tienen actualmente acceso a mecanismos de liquidez en toda la Unión. La inexistencia de dichos mecanismos puede ser un impedimento para el desarrollo efectivo de los mercados de pymes en expansión. Es necesario, por tanto, crear un marco de la Unión que permita a los emisores de mercados de pymes en expansión celebrar contratos de liquidez con proveedores de liquidez en otros Estados miembros, cuando no exista una práctica de mercado aceptada en el ámbito nacional. El marco de la Unión sobre los contratos de liquidez relativos a los mercados de pymes en expansión no debe sustituir a las actuales o futuras prácticas de mercado aceptadas, sino complementarlas. Las autoridades competentes deben conservar la posibilidad de establecer prácticas de mercado aceptadas en relación con los contratos de liquidez a fin de adaptar sus condiciones a las especificidades locales o de hacer extensivos esos acuerdos a valores ilíquidos distintos de las acciones de mercados de pymes en expansión.
- (7) A fin de garantizar la aplicación uniforme del marco de la Unión sobre los contratos de liquidez a que se refiere el considerando 6, debe modificarse el Reglamento (UE) n.º 596/2014 al objeto de facultar a la Comisión para que adopte normas técnicas de ejecución elaboradas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, en las que se establezca un modelo que deberá utilizarse a efectos de tales contratos. La Comisión debe adoptar dichas normas mediante actos de ejecución de conformidad con el artículo 291 del Tratado y el artículo 15 del Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo⁷.

⁷ Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión (DO L 331 de 15.12.2010, p. 84).

- (8) De conformidad con el artículo 17, apartado 4, del Reglamento (UE) n.º 596/2014, los emisores pueden decidir retrasar la difusión pública de información privilegiada siempre que sus intereses legítimos puedan verse perjudicados. No obstante, los emisores deben comunicar ese retraso a la autoridad competente y explicar las razones que justifican la decisión. La obligación de que los emisores de mercados de pymes en expansión documenten por escrito las razones por las que han decidido retrasar la difusión puede resultar gravosa. Se estima que aplicar a los emisores de mercados de pymes en expansión un requisito menos estricto consistente en la obligación de explicar las razones del retraso solo a solicitud de la autoridad competente no influiría significativamente en la capacidad de esta para vigilar la divulgación de información privilegiada y reduciría significativamente la carga administrativa de dichos emisores, siempre que se siga notificando a esas autoridades la decisión de retrasar la difusión y que estas estén en condiciones de abrir una investigación si albergan dudas respecto de tal decisión.
- (9) La actual obligación menos estricta que tienen los emisores de mercados de pymes en expansión de presentar, conforme al artículo 18, apartado 6, del Reglamento (UE) n.º 596/2014, una lista de iniciados solo a solicitud de la autoridad competente tiene efectos prácticos limitados, pues dichos emisores deben seguir vigilando constantemente a las personas que se considere que posean información privilegiada en el contexto de proyectos en curso. Así pues, la actual simplificación debe sustituirse por la posibilidad de que los emisores de mercados de pymes en expansión mantengan solo una lista de iniciados permanentes, que debe incluir aquellas personas que tengan acceso regularmente a información privilegiada por la función o cargo que ocupen en el emisor.
- (10) Con arreglo al artículo 19, apartado 3, del Reglamento (UE) n.º 596/2014, los emisores deben hacer públicas las operaciones realizadas por personas con responsabilidades de dirección y personas estrechamente vinculadas con ellas en el plazo de tres días después de la operación. El mismo plazo se aplica a las personas con responsabilidades de dirección y las personas estrechamente vinculadas por lo que respecta al deber de notificar sus operaciones al emisor. Cuando los emisores de mercados de pymes en expansión reciben con retraso dicha notificación, resulta técnicamente difícil para ellos cumplir el plazo de tres días, lo que puede llevarlos a incurrir en responsabilidad. Procede, por tanto, que los emisores de mercados de pymes en expansión estén autorizados a comunicar las operaciones en el plazo de dos días a partir de que estas hayan sido notificadas por las personas con responsabilidades de dirección o personas estrechamente vinculadas.
- (11) Los mercados de pymes en expansión no deben considerarse la etapa final en el desarrollo de los emisores y deben permitir que las empresas exitosas crezcan y pasen un día a los mercados regulados, a fin de beneficiarse de mayor liquidez y mayor reserva de inversores. A fin de facilitar la transición de un mercado de pymes en expansión a un mercado regulado, las empresas en expansión deben poder utilizar el régimen simplificado de divulgación de información para la admisión en un mercado regulado, tal como establece el artículo 14 del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, siempre que lleven ya admitidas a cotización en un mercado de pymes en expansión al menos tres años. Se estima que este período permitiría a los emisores tener un historial suficiente y ofrecer al mercado información sobre su rendimiento financiero y los requisitos de información con arreglo a las normas de la Directiva 2014/65/UE.

- (12) De conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo⁸, los emisores de mercados de pymes en expansión no están obligados a publicar sus estados financieros según las Normas Internacionales de Información Financiera. No obstante, a fin de no apartarse de las normas aplicables a los mercados regulados, los emisores de mercados de pymes en expansión que deseen utilizar el régimen simplificado de divulgación para pasar a un mercado regulado deben preparar sus últimos estados financieros, incluyendo información comparativa respecto del ejercicio anterior, conforme al citado Reglamento.
- (13) Procede, por tanto, modificar los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) n.º 2017/1129 en consecuencia.
- (14) Las modificaciones establecidas en el presente Reglamento deben aplicarse seis meses después de la entrada en vigor de este a fin de que los organismos rectores de mercados de pymes en expansión ya existentes dispongan de tiempo suficiente para adaptar sus normas.

HAN ADOPTADO EL PRESENTE REGLAMENTO:

Artículo 1

Modificaciones del Reglamento (UE) n.º 596/2014

El Reglamento (UE) n.º 596/2014 se modifica como sigue:

1. En el artículo 11, se inserta el apartado 1 *bis* siguiente:

«1 *bis*. Cuando una oferta de valores se dirija exclusivamente a inversores cualificados, tal como se definen en el artículo 2, letra e), del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo*, la comunicación de información a esos inversores cualificados a efectos de negociar las condiciones contractuales de su participación en una emisión de bonos de un emisor que tenga instrumentos financieros admitidos a cotización en un mercado de PYME en expansión no constituirá ni prospección de mercado ni difusión ilícita de información privilegiada. El emisor se asegurará de que los inversores cualificados que reciban la información conozcan, y reconozcan por escrito, las obligaciones legales y reglamentarias que ello implica y tengan conocimiento de las sanciones aplicables a las operaciones con información privilegiada y la comunicación ilícita de tal información

* 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 y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DO L 168 de 30.6.2017, p. 12).».

2. En el artículo 13, se insertan los apartados 12 y 13 siguientes:

«12. Los emisores cuyos instrumentos financieros estén admitidos a negociación en un mercado de PYME en expansión estarán autorizados a celebrar un contrato de liquidez respecto de sus acciones siempre que concurran todas las condiciones siguientes:

⁸ Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DO L 243 de 11.9.2002, p. 1).

- (a) que las condiciones del contrato de liquidez se atengan a los criterios establecidos en el artículo 13, apartado 2, del presente Reglamento y en el Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de la Comisión**;
- (b) que el contrato de liquidez se establezca de conformidad con el modelo a que hace referencia el apartado 13;
- (c) que el proveedor de liquidez esté debidamente autorizado por la autoridad competente de conformidad con la Directiva 2014/65/UE y esté registrado como miembro del mercado por el organismo rector del mercado o la empresa de servicios de inversión que gestione el mercado de PYME en expansión;
- (d) que el organismo rector del mercado o la empresa de servicios de inversión que gestione el mercado de PYME en expansión reconozca por escrito ante el emisor que ha recibido un ejemplar del contrato de liquidez y acepta sus condiciones.

El emisor a que se refiere el párrafo primero del presente apartado deberá poder demostrar en todo momento que las condiciones en las que se estableció el contrato se siguen cumpliendo. Dicho emisor y la empresa de servicios de inversión que gestione el mercado de PYME en expansión facilitarán a las autoridades competentes pertinentes un ejemplar del contrato de liquidez cuando estas así lo soliciten.

13. A fin de garantizar condiciones uniformes de aplicación del apartado 12, la AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de ejecución en las que se establezca un modelo de contrato que habrá de utilizarse a efectos de la celebración de contratos de liquidez destinados a garantizar el cumplimiento de las condiciones establecidas en el artículo 13. La AEVM presentará a la Comisión estos proyectos de normas técnicas de ejecución a más tardar el [...]. Se confieren a la Comisión competencias para adoptar las normas técnicas de ejecución a que se refiere el párrafo primero de conformidad con el artículo 15 del Reglamento (UE) n.º 1095/2010.

** Reglamento Delegado (UE) 2016/908 de la Comisión, de 26 de febrero de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante el establecimiento de normas técnicas de regulación sobre los criterios, el procedimiento y los requisitos para establecer una práctica de mercado aceptada, así como los requisitos para mantenerla, derogarla o modificar las condiciones para su aceptación (DO L 153 de 10.6.2016, p. 3).».

3. En el artículo 17, apartado 4, se añade el párrafo siguiente:

«Los emisores cuyos instrumentos financieros estén admitidos a negociación en un mercado de PYME en expansión y que hayan decidido retrasar la difusión pública de información privilegiada notificarán esta decisión a la autoridad competente. Las explicaciones sobre tal decisión deberán facilitarse solo previa solicitud de la autoridad competente especificada de conformidad con el apartado 3. Dicha autoridad no exigirá al emisor que guarde constancia de tales explicaciones.».

4. En el artículo 18, el apartado 6 se sustituye por el texto siguiente:

«6. Los emisores cuyos instrumentos financieros estén admitidos a negociación en un mercado de PYME en expansión estarán autorizados a incluir en sus listas de iniciados solo a aquellas personas que, por la naturaleza de la función o el cargo que desempeñen en el emisor, tengan acceso regularmente a información privilegiada. Cualquier persona que actúe en nombre o por cuenta de un emisor cuyos valores

estén admitidos a negociación en un mercado de PYME en expansión seguirá sujeta a los requisitos establecidos en los apartados 1 a 5.

Dicha lista se facilitará a la autoridad competente cuando esta así lo solicite.».

5. En el artículo 19, apartado 3, párrafo primero, se añade la frase siguiente:

«Los emisores cuyos instrumentos financieros estén admitidos a negociación en un mercado de PYME en expansión dispondrán de dos días hábiles a partir del recibo de la notificación a que se refiere el apartado 1 para hacer pública la información que esta contenga.».

Artículo 2

Modificaciones del Reglamento (UE) n.º 2017/1129

El artículo 14 del Reglamento (UE) 2017/1129 se modifica como sigue:

1. En el apartado 1, párrafo primero, se añade la letra d) siguiente:

«d) los emisores que hayan sido admitidos a cotización en un mercado de pymes en expansión durante al menos tres años y deseen la admisión a cotización de valores nuevos o ya existentes en un mercado regulado.».

2. En el apartado 2, párrafo segundo, se añade la frase siguiente:

«En el caso de los emisores a que se refiere el apartado 1, párrafo primero, letra d), los últimos estados financieros, que contendrán la información comparativa respecto del ejercicio anterior incluida en el folleto simplificado, se elaborarán de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera según han sido adoptadas por la Unión conforme al Reglamento (CE) n.º 1606/2002***.

*** Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DO L 243 de 11.9.2002, p. 1).».

Artículo 3

Entrada en vigor y aplicación

El presente Reglamento entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Será aplicable seis meses después de su entrada en vigor.

El presente Reglamento será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Hecho en Bruselas, el

Por el Parlamento Europeo
El Presidente

Por el Consejo
El Presidente